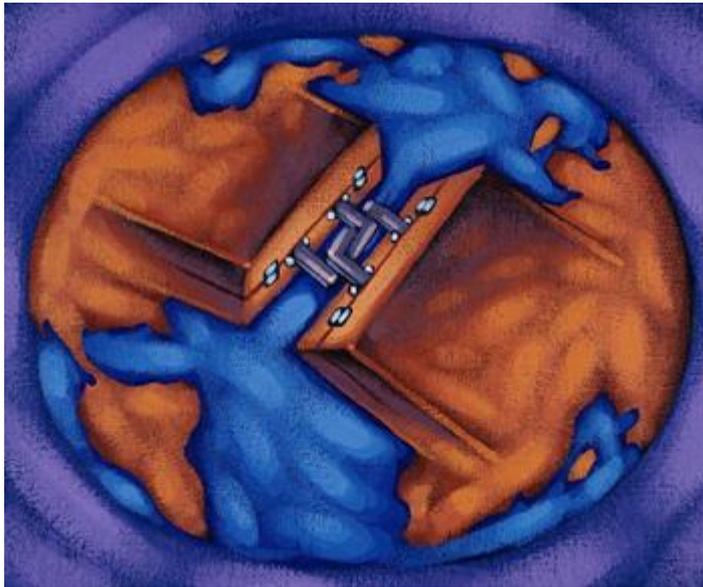


# “双跨” 期货产品新理念

□ 王学勤 《资本市场》 2007 年第 12 期



期货市场功能发挥,为新品种上市提供了机遇。商品价格波动性增加,使得上市更多新的商品期货成为可能。加之已上市期货品种功能的发挥,得到社会各界认可,为期货市场上市新品种奠定了基础。期货新产品的推出,有利于进一步完善商品市场体系和价格形成机制,有利于分散过于充裕的流动性,有利于广大企业和投资者提高风险管理水平,增强市场竞争力和国际竞争力以及中国在世界商品市场的话语权。尤其在创新突破现金结算机制、打破上市期货产品瓶颈后,上市产品的局限性进一步缩小,更多领域的产品将加入期货行

列,期货市场将进一步呈现综合性、多样化、全方位的发展局面。

## 上市产品开发理念的更新

上市产品开发理念可以概括为传统理念和现代理念。传统理念的上市产品开发模式,基于成熟产品的现货市场调研开发,生成标准化期货合约,进行期货交易。而现代理念的上市产品开发模式,是基于未成熟产品的现货市场培育开发,逐步过渡成标准化期货合约,进行期货交易的。在理念上,前者“以现有产品为对象”、“盯住眼前”、“坐享其成”,后者“以未来概念为对象”、“放眼未来”、“无中生有”。在方法上,前者“以市场调研为主”、“科技含量低,开发难度小”,后者“以市场培育为主”、“科技含量高,开发难度大”。例如,国际上新兴起的天气期货、“绿色”期货以及水权市场开发都是典型案例。“双跨”套利在市场与品种间寻找合约开发机遇,提出价差交易标准化理念,生成棉麦期货衍生交易,是对上市产品开发理念的补充和提升。

一般来说,套利交易分为跨期套利、跨商品套利和跨市场套利等。由于跨市场套利分为同品种跨市场套利和不同品种跨市场套利,跨商品套利分为同一市场跨商品套利和不同市场跨商品套利,所以,跨市场和跨商品套利(双跨)在分类方面既有区别,又相互关联。

## 国外的经验

受国内期货市场上市商品少、品种垄断性强等条件限制,“双跨”套利交易在国内很少出现。然而,国际期货市场上“双跨”套利交易不仅历史悠久,而且十分活跃。交易所积极推出和制定自成体系的各种各类“双跨”套利保证金规定,在保证金体系中占据重要地位。帮助和引导套利者进行套利交易,已成为国际期货市场上的流行时尚。因此,有必要对国际“双跨”套利保证金体系再认识。

众所周知，从交易层面上分析，保证金可分为初始保证金和维持保证金。从交易性质上分析，保证金可分为投机保证金和套保保证金。近年来，国际上的套利保证金分类繁多，五花八门，趋于多样化，大致可以分为交易所内合约套利保证金和交易所间合约套利保证金。而交易所内合约套利保证金细分为同品种合约套利保证金、不同品种合约套利保证金和系列产品套利保证金（包括同年度合约保证金和跨年度合约保证金）。交易所间合约套利保证金可细分为同品种合约套利保证金、不同品种合约套利保证金和跨品种合约套利保证金。交易所内外开展相关上市品种的套利交易，从一个方面反映了经济全球化趋势，而多数交易所内部上市品种的多种套利交易比比皆是。

英国的套利交易保证金。英国的结算公司不仅对跨期套利交易大幅度降低保证金，而且对跨月和跨商品套利交易大幅度减收保证金，一般约为净头寸保证金的 1/4 到 1/2。品种不同，风险大小不同，降低的幅度也不同。

### 套利保证金特征

按新、陈作物年度制定套利保证金。合约套利保证金规定很细，而且按新、陈作物年度划分的。交易同品种、同一作物年度作物合约的保证金，明显低于同品种、不同作物年度的保证金。

按比率制定套利保证金信用。根据不同合约套利风险评估，各种套利保证金的收取数额从 45%至 100%不等。其特点是根据合约价值不同，套利交易规定一定比率。如果交易的双边都是由一家会员公司持有的，那么，保证金收取实行套利信用，即减收一定比率的保证金。

按比率制定多品种套利保证金。除了规定套利比率外，对于两个以上合约的系列产品不仅专门制定保证金减免规定，而且要求头寸必须部位相反，合约必须与期货合约同月份。

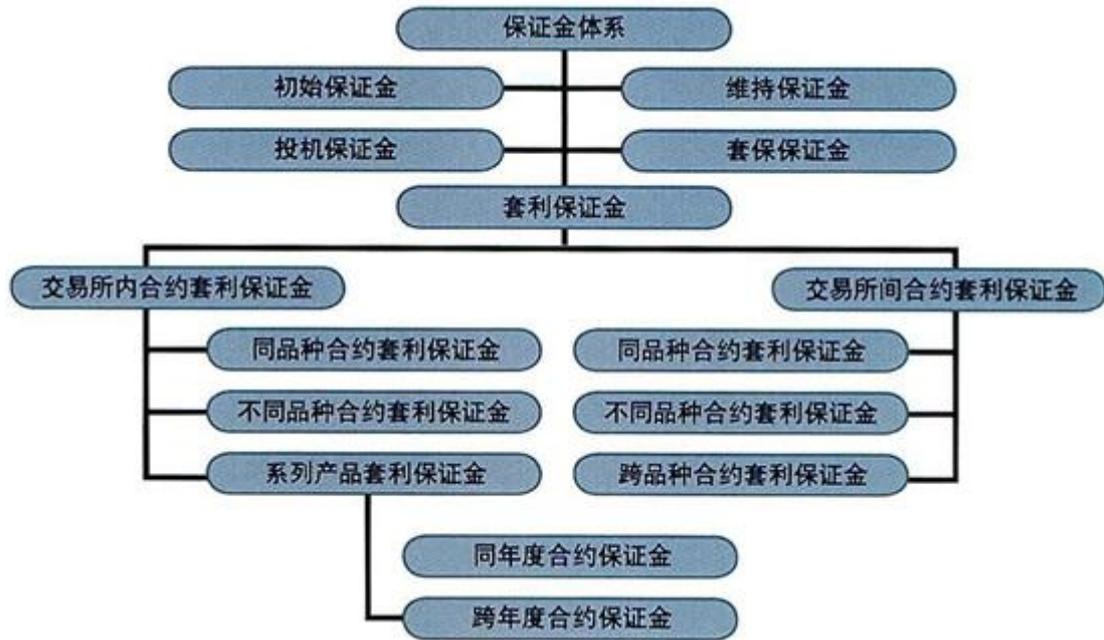
制定期货和期权套利保证金，对期货合约与期权合约的套利交易专门规定了保证金比例。

各交易所上市品种携手合作，制定跨交易所套利保证金。

通过以上分析可知，套利保证金是按两个或两个以上合约套利交易的单边收取的，比一般的投机保证金比例低得多，交易者的交易成本大大降低。

按交易风险程度制定套利保证金。套利保证金比例的制定还要考虑价差交易中的合约月份距离交割时间的长短，以确定套利交易的风险程度。

适时调整交易保证金收取水平。根据风险大小适时调整保证金的理念，该管理模式的前提条件是建立一套风险评估体系和量化指标。套利交易保证金不仅多种多样，而且交易所想方设法根据风险大小减收保证金。所以，国外保证金调整的次数很多。一般认为，保证金不可轻易变动。“保证金最好维持不变”这种现状的根源，主要来自早期一些期货交易所随意调整保证金，朝令夕改。另一方面，当前的保证金管理模式又过于僵化，不仅不能减少投资者交易成本，而且很难体现交易所风险管理水平。



总之，套利保证金的核心是为套利者提供套利信用。究其原因，一是套利交易有助于提高期货市场有效性，尤其是能够对价差起到校正作用，稳定相关商品价格；二是套利交易可以改善流动性，在期货交易相对活跃的前提下，套利交易可能提升相关商品期货合约的交易量；三是尽管套利交易风险较小、成功率较高，但是，其单次交易收益率低，如果没有保证金信用，套利交易成本较高，不利于开展套利交易。因此，交易所制定套利交易规定、降低套利交易成本成为套利交易是否活跃的关键。

#### 国内的研究

在对国内外棉花、小麦期货交易静态数据分析基础上，结合国际期货保证金体系调研，运用案例实证分析，我们做了棉、麦套利研究。实证研究表明，我国棉花和小麦套利交易采用“系数平均 10”、“套利比率为 1：5”是可行的。

套利交易分为跨期套利、跨商品套利和跨市场套利等。跨市场和跨商品（双跨）套利交易对整体市场的统一性要求较高，其关键是需要确定不同商品价格间的比例关系。国内期货市场的套利交易多限于跨期套利交易。

设计中的棉麦套利系统，套利者仅需要向该价差套利系统提供开仓价差和平仓价差，交易操作即告完成。在进入交割月之前，只要棉麦价格关系满足平仓价差条件，系统即可自动平仓，套利者获利退场。如果在进入交割月之前，棉麦价格关系未能满足平仓价差条件，系统即自动强行平仓，套利者自负盈亏。在进入交割月之前，套利者未发出平仓价差的，系统将在进入交割月前一天对其实施自动强行平仓。同时，还允许套利者对已成交的规定品种合约自行配置，组合成套利部位后，向交易所提出套利交易申请，获得保证金信用减免。

事实上，上述基于棉麦期货的跨品种套利衍生交易，提出了价差交易标准化理念，也相当于新上市了一系列套利比率不等的棉麦套利标准化合约，是对上市产品开发理念的补充和提升。

#### “双跨”交易的意义

“双跨”套利产品的推出最直接的效应是提高商品期货市场运行质量，包括促使相关品种相互带动，进一步增加期货合约交易量；稳定其价格相对关系，使相关市场的关联品种间价格相互交织，形成更为稳定的价格结构；吸引更多的套期保值者参与期货交易的同时，为投机者提供更多的交易机会，从而进一步提

高期、现货价格的相关程度，充分发挥期货市场的套期保值和价格发现功能。更重要的是，“双跨”套利是顺应国际潮流国内期货业走向联合发展的纽带。最近，CBOT和CME两艘巨型“航母”也在意外之中联合。而各自为战的国内三大期货交易所，可由“双跨”套利开始的市场间合作在整体上形成“铁板”一块，提升联合抗衡外界竞争压力的能力。



而“双跨”套利的实现有赖现行期货制度的突破。从交易所层面看，要积极制定和推出各种期货商品间的套利制度，包括套利保证金信用比例和套利系数等。因这些相关品种之间存在一定的相关性，套利者相反的持仓部位已经把风险锁定，交易所免收持仓部位保证金，交易者也可以减少交易成本。更大的挑战则来自于

接踵而至的跨交易所联合结算、跨交易所综合收取保证金体系以及跨交易所联网交易系统难题，现有的中国期货保证金监控中心尚不具备统一结算功能，即使新成立一家独立的统一结算公司，各交易所也存在让渡结算收入的利益冲突。而且，“双跨”套利产品虽属二次开发的衍生产品，但仍受制于现有新品种上市的审批制度。

#### “双跨”的好处

套利交易有利于保证金制度创新。套利交易保证金的制定是随着上市品种增加逐渐发展起来的，在期货交易保证金体系中具有重要地位。国际期货交易所对套利交易保证金的制定相当完善，而我国的套利交易仍处于初级阶段，具有很大的发展空间。另一方面，国内保证金体系相对单一和简单，保证金使用方法或多或少有些机械和僵化。如何在控制风险的前提下，积极考虑制定灵活多样的套利保证金制度是中国期货市场创新发展的一个战略需要。

套利交易有利于期货市场的发展和监管。套利交易保证金规定不仅有利于交易所之间打破品种垄断，而且从投资者角度出发，使商品期货交易融成统一平台，既有利于市场发展，又有利于市场监管。实施“双跨”套利信用制度建设，是中国期货市场向深度和广度发展的一个标志，也是商品期货联合起来，形成整块“铁板”，应对金融期货挑战的战术之一。

保证金调整，可以最大限度地降低投资者交易成本。当前，国内期货品种保证金确定后，调整次数过少，尤其是在市场波动性很小、流动性很低的情况下，仍然采用原定的保证金比例，不仅加大投资者交易成本，而且不利于提高市场流动性。另一方面，在市场波动性增大时，保证金调整不及时或不到位，容易形成风险隐患，酿成风险事故。

借鉴国际经验，不断增加“双跨”套利交易比例。交易所要为套利交易尽可能地提供方便，制定跨期套利、跨市场和跨商品套利交易保证金规定，引导交易者开展套利交易。

“双跨”套利将成为实现更多期货制度创新的先行者。更大的挑战则来自于接踵而至的跨交易所联合结算、跨交易所综合收取保证金体系、跨交易所联网交易系统、跨交易所风险控制体系以及净头寸结算等难题。所有的制度突破来自观念创新和理论联系实际的扎实研究，而这并非一日之功，必须从点滴做起。

（作者供职于郑州商品交易所）